

Електронний журнал «Ефективна економіка» включено до переліку наукових фахових видань України з питань економіки (Категорія «Б», Наказ Міністерства освіти і науки України № 975 від 11.07.2019). Спеціальності – 051, 071, 072, 073, 075, 076, 292.

Ефективна економіка. 2026. № 4.

ISSN 2307-2105



Copyright © The Author(s). This is an open access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution License 4.0 (<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>).

DOI: <http://doi.org/10.32702/2307-2105.2026.4.168>

УДК 658.14:330.133-044.922

А. П. Гейдор,

к. е. н., доцент, доцент кафедри економіки та фінансів підприємства,

Державний торговельно-економічний університет, м. Київ

ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-5098-0882>

В. Ю. Лиманський,

здобувач вищої освіти факультету фінансів та обліку,

Державний торговельно-економічний університет, м. Київ

ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0001-7416-3863>

ТЕОРЕТИЧНІ ТА ПРАКТИЧНІ АСПЕКТИ ВИЗНАЧЕННЯ ВАРТОСТІ ВЛАСНОГО КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВА В УМОВАХ ТРАНСФОРМАЦІЇ ЕКОНОМІКИ

A. Heidor,

PhD in Economics, Associate Professor, Associate Professor of the

Department of Economics and Business Finance,

State University of Trade and Economics

V. Lymansky,

Student of the Faculty of Finance and Accounting,

State University of Trade and Economics

THEORETICAL AND PRACTICAL ASPECTS OF DETERMINING THE COST OF A COMPANY'S EQUITY IN THE CONTEXT OF ECONOMIC TRANSFORMATION

У статті розглянуто теоретичні та практичні аспекти визначення вартості власного капіталу підприємства в умовах трансформації економіки України. Автори акцентують увагу на сутності власного капіталу як ключового елементу фінансової стійкості та незалежності підприємства, а також на його ролі у прийнятті інвестиційних рішень. Проаналізовано сучасні методи та моделі оцінювання вартості власного капіталу, зокрема модель зростання дивідендів, модель прибутку на акцію, модель арбітражного ціноутворення, CAPM та кумулятивну модель премії за ризик. Визначено їхні переваги та обмеження у застосуванні в українських реаліях, зокрема враховуючи нестабільність фондового ринку, воєнний стан та високий рівень ризиків. Особливу увагу приділено проблемі вибору безризикової ставки та ринкової премії за ризик, що є критично важливими для коректного використання моделі CAPM. Зроблено висновок про необхідність адаптації зарубіжних методик до національних умов та пошуку оптимальних підходів для оцінки вартості власного капіталу, що забезпечить ефективність інвестиційних рішень і розвиток підприємств.

The article explores the theoretical and practical aspects of determining the cost of equity capital of enterprises under the conditions of economic transformation in Ukraine. The authors emphasize the essence of equity capital as a fundamental component of financial independence, stability, and resilience of a company, as well as its role in shaping investment decisions and overall corporate value. The study systematizes existing approaches to evaluating the cost of equity, analyzing a wide range of models such as the dividend growth model (Gordon model), earnings per share model, arbitrage pricing theory (Ross model), the capital asset pricing model (CAPM), and the cumulative risk premium model. Each method is examined in terms of its applicability, advantages, and limitations within the Ukrainian economic environment, which is characterized by underdeveloped capital markets, irregular dividend payments, macroeconomic instability, and heightened risks due to external shocks including the COVID-19 pandemic and the ongoing war. Particular attention is devoted to the challenges of

selecting an appropriate risk-free rate and estimating the market risk premium, which are crucial for the correct application of CAPM. The article highlights the debate between using yields on U.S. Treasury bonds versus Ukrainian government securities (OVDPs) as proxies for the risk-free rate, noting that domestic instruments more accurately reflect national economic risks. Furthermore, the difficulty of calculating the beta coefficient in unstable markets is discussed, as sectoral benchmarks often lose relevance over time. The authors conclude that while international methodologies provide valuable theoretical frameworks, their direct application in Ukraine is problematic. Therefore, adaptation of these models to local conditions and the development of hybrid approaches are necessary to ensure reliable estimation of equity cost. Such adaptation will enhance the effectiveness of investment decisions, support corporate value creation, and contribute to the sustainable development of enterprises in the context of ongoing economic transformation.

Ключові слова. *Власний капітал, вартість власного капіталу, премія за ризик, фінансова стійкість підприємства, трансформація економіки, безризикова ставка, ринкова премія*

Keywords. *Equity capital, cost of equity, risk premium, financial stability of enterprise, economic transformation, risk-free rate, market premium*

Постановка проблеми у загальному вигляді та її зв'язок із важливими науковими чи практичними завданнями. Капітал як головний фактор виробництва й інвестиційний ресурс суттєво впливає на формування вартості сучасних підприємств. Важливим елементом загального капіталу підприємства є власний капітал, який має свою вартість у процесі залучення для фінансування діяльності суб'єкта господарювання. Вартість власного капіталу є складовою загальної вартості капіталу підприємства, яка використовується для оцінки інвестиційних рішень та створення вартості компанії, що своєю чергою потребує адекватного визначення вартості власного капіталу. Для вирішення цієї проблеми необхідно більш глибоко

дослідити сутність власного капіталу і зміст його вартості, детально проаналізувати наявні методи і моделі оцінки вартості власного капіталу, з'ясувати можливості їх застосування в українських економічних умовах, обґрунтувати найбільш прийнятні методи і моделі визначення вартості власного капіталу при оцінці вартості підприємств.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблеми визначення вартості власного капіталу в контексті оцінки вартості підприємств розглядається такими вченими, як Білич А.В., Борщук І.В. Давидов О.І., Терещенко О.О., Керімов П.О., Мілінчук О.В. Результати досліджень цих авторів значною мірою відображають значущість капіталу підприємства та розкривають його сутність. Однак дана тематика, у зв'язку з викликами сьогодення, все ще потребує ретельного та всебічного дослідження методів та прийомів аналізу капіталу сучасного підприємства.

Економічна наука хоч і дає багато відповідей щодо природи власного капіталу та змісту його вартості, проте на сьогодні відсутня універсальна й досконала методика розрахунку вартості власного капіталу, а теоретичні напрацювання застосування існуючих методів і моделей у реаліях української економіки часто просто не узгоджуються з можливостями їх практичного використання.

Метою статті є систематизація основних теоретико-методичних положень оцінювання вартості власного капіталу, а також адаптація застосування існуючих методів і моделей у реаліях української економіки.

Виклад основного матеріалу дослідження. Власний капітал чинним законодавством України визначається як різниця між активами і зобов'язаннями підприємства [1; 2] або різниця між сукупною вартістю активів юридичної особи та вартістю її зобов'язань перед третіми особами [3].

Вітчизняними науковцями, зокрема Давидовим О.І. та Бланком І.О. [8, 4] чітко простежується зв'язок сутності власного капіталу з балансовим рівнянням, згідно з яким активи підприємства дорівнюють сумі власного капіталу і зобов'язань підприємства. Отже, власний капітал є частиною в активах підприємства, що залишається після вирахування його зобов'язань.

У своїх працях Давидов О.І. та Бланк І.О. вказують на те, що власний капітал представлений у першому розділі пасиву балансу підприємства і включає в себе зареєстрований (пайовий) капітал, додатковий і резервний капітал, нерозподілений прибуток та інші компоненти. Відповідно, одна частина власного капіталу – інвестований (вкладений або сплачений) капітал – формується через емісію простих і привілейованих акцій або шляхом оплати внесків учасників на початку функціонування підприємства; друга ж частина власного капіталу накопичується у процесі ефективної господарської діяльності підприємства [8, 4, с. 337]. Оскільки, власний капітал належить підприємству на правах власності, він є базою для визначення фінансової незалежності підприємства, його фінансової стійкості та стабільності.

Вартість власного капіталу стосується двох окремих понять, залежно від залученої сторони. Фактично власний капітал підприємства відображає частку його майна, яка фінансується за рахунок власних засобів підприємства та вкладених коштів власників, а, отже, вартість власного капіталу показує, яку ціну сплачує підприємство за залучення таких коштів. З іншого боку, вартість власного капіталу — це показник, який показує, яку мінімальну дохідність очікують власники від своїх інвестицій у підприємство [5, 4, с. 314]. Іншими словами, це винагорода, яку отримують власники за вкладення коштів у компанію.

Щодо очікувань інвесторів варто відзначити, що процес інвестування завжди супроводжується певною альтернативою вибору для потенційного інвестора, на чому наголошує зокрема Білич А.В. [6]. Ця обставина потребує оцінки переваг та недоліків такого інвестування і за необхідності компенсації можливих ризиків (тобто можливих відхилень дохідності від її очікуваного рівня, або різниця між ризиком бізнесу й ринком в цілому) з урахуванням того, що очікувана дохідність інвесторів є, насамперед, функцією ризику, і чим вищий ризик, тим відповідно вищою повинна бути компенсація за нього.

У цьому випадку вартість власного капіталу – це альтернативна вартість, яка виражає можливу дохідність вкладників власного капіталу від інших (альтернативних) інвестицій з еквівалентним рівнем ризику.

Вартість власного капіталу допомагає фінансовим керівникам оцінити привабливість інвестицій як зсередини, так і ззовні. Однак, важко точно визначити вартість власного капіталу, оскільки вона визначається зацікавленими сторонами, тобто суб'єктивно, та базується на оцінках компанії, історичній інформації, грошовому потоці та порівняннях з аналогічними компаніями.

Вартість капіталу та дисконтна ставка дещо схожі, і ці терміни часто використовуються як взаємозамінні. Вартість капіталу часто розраховується фінансовим відділом компанії та використовується керівництвом для встановлення дисконтної ставки (або мінімальної ставки), яку необхідно подолати, щоб виправдати інвестиції [5]. При цьому саме вартість власного капіталу використовується для розрахунку показника середньозваженої вартості капіталу (Weighted Average Cost of Capital, WACC), яка і є дисконтною ставкою. Останній показник використовується у низці відомих моделей оцінки капіталу підприємств: моделі економічної доданої вартості (Economic Value Added, EVA), моделі доданої вартості потоку грошових коштів (Cash Value Added, CVA), моделі акціонерної доданої вартості (Shareholders Value Added, SVA) [8].

Як наводить Давидов О.І. [8], для визначення вартості власного капіталу використовуються різні методи і моделі: модель зростання дивідендів, модель прибутку на акцію, модель арбітражного ціноутворення, метод поелементної оцінки вартості власного капіталу, модель оцінки капітальних активів, кумулятивна модель оцінки премії за ризик, метод прямого розрахунку вартості власного капіталу та ін. (Табл. 1). Проте варто відзначити, що не кожен з цих методів та моделей підходять для застосування в реаліях стану економіки України.

Варто зазначити, що застосування моделі зростання дивідендів для оцінювання вартості власного капіталу можливе лише за умови систематичної виплати дивідендів акціонерними товариствами та наявності передбачуваної тенденції до їх стабільного підвищення у перспективі.

**Таблиця 1. Методологія розрахунку вартості власного капіталу
(ВВК) за різними методами та моделями**

№	Назва моделі	Формула для розрахунку	Особливості моделі
1.	Модель зростання дивідендів (модель Гордона)	$ВВК = \frac{D_1}{P_0} + G$ D_1 – очікувана сума дивіденду, яку компанія виплатить за наступний рік; P_0 – ринкова ціна акції; G – сталий щорічний темп, з яким зростатимуть дивіденди.	Потребує регулярної виплати дивідендів акціонерними підприємствами та прогнозоване стабільне їх збільшення в майбутньому.
2.	Модель прибутку на акцію	$ВВК = \frac{I - D_p}{P}$ I – прибуток на акцію D_p – дивіденди за привілейованими акціями P – ринкова ціна акції; Якщо компанія не виплачує дивіденди за привілейованими акціями, то формула спрощується до наступного виразу: $ВВК = \frac{I}{P}$	В умовах недостатнього розвитку українського фондового ринку складність виникає під час визначення ринкової вартості акцій. До того ж, модель застосовується лише до підприємств, що функціонують у формі акціонерних товариств.
3.	Модель арбітражного ціноутворення (модель Росса)	$ВВК = R + b_1k_1 + b_2k_2 + \dots + b_nk_n$ R – ставка доходу за безризиковим цінним папером; b_1-b_n – систематичний ризик, що виражає чутливість до факторів; k_1-k_n – факторна ринкова ціна ризику (або премія за ризик).	Модель ґрунтується на припущенні про існування ефективних ринків цінних паперів та інших ринків, де інвестори за будь-якої нагоди намагаються отримати безризиковий арбітражний прибуток. Практичне застосування пов'язане зі значними труднощами у процесі відбору та визначення параметрів, навіть за умов економічно стабільних ринків. Найважчою проблемою є визначення факторів, що впливають на очікувану ставку доходу, та їх кількість. В американській літературі висловлюється думка, що для кожної галузі господарства застосовні специфічні фактори.

№	Назва моделі	Формула для розрахунку	Особливості моделі
4.	Метод поелементної оцінки вартості власного капіталу	$BBK = BBK_{\phi} + BBK_{\text{пр}} + BBK_{\text{па}}$ BBK_{ϕ} – вартість функціонуючого власного капіталу; $BBK_{\text{пр}}$ – вартість додаткового капіталу, що залучається за рахунок емісії привілейованих акцій; $BBK_{\text{па}}$ – вартість додаткового капіталу, який залучається за рахунок емісії простих акцій.	Відображає переважно загальний рівень доходності для власників підприємства й не дає повної картини щодо альтернативної вартості власного капіталу. Має ті ж недоліки, що і дивідендні моделі, оскільки враховує $BBK_{\text{пр}}$ та $BBK_{\text{па}}$.
5.	Модель оцінки капітальних активів (Capital Asset Pricing Model, CAPM)	$BBK = R + (S - R)\beta$ R – поточна дохідність по безризикових інвестиціях, або безризикова ставка; S – очікувана дохідність максимально диверсифікованого ринкового портфелю інвестицій (ринкова дохідність); β – бета коефіцієнт, який являє собою відносну ризикованість окремої акції.	Застосування моделі CAPM можливе лише за умов стабільної ринкової економіки, розвиненої інфраструктури фондового ринку та наявності повної й достовірної інформації, необхідної для обчислення дохідності ринкового портфеля інвестицій і коефіцієнта β , що зумовлює необхідність адаптації цієї моделі до українських реалій.
6.	Кумулятивна модель оцінки премії за ризик	$BBK = R + k_1 + k_2 + \dots + k_n$ R – поточна дохідність по безризикових інвестиціях, або безризикова ставка; $k_1 + k_2 + \dots + k_n$ – кумулятивна надбавка за різні види ризику.	Базується на припущенні, що інвестор очікує отримати компенсацію за весь прийнятий ним інвестиційний ризик, що збільшує як суб'єктивність моделі, так і можливість адаптувати її з урахуванням різних специфік конкретного підприємства.

Джерело: сформовано на основі [4, 6, 8, 10, 11]

Водночас вітчизняна практика свідчить про інше: внаслідок тривалих фінансових ускладнень, спричинених, зокрема, такими негативними зовнішніми факторами як пандемія COVID 19 та повномасштабне вторгнення, значна частина українських компаній не здійснює регулярних дивідендних виплат, а використовує отриманий прибуток як джерело самофінансування. До того ж, за даними Держстату [9], близько третини

вітчизняних підприємств взагалі є збитковими (частка збиткових підприємств у загальній структурі суб'єктів господарювання: у 2020 р. – 28,6%, у 2021 р. – 26,7%, у 2022 р. – 33,9%, у 2023 р. – 28,9%, у 2024 р. – 28,1%), що об'єктивно обмежує їхню спроможність здійснювати виплати власникам корпоративних прав.

Модель оцінки капітальних активів (Capital Asset Pricing Model, CAPM) є однією з найбільш визнаних у фінансовій теорії завдяки її простоті та здатності надати оцінки ризику та дохідності активів. Вона виходить з основного припущення, що інвестори можуть досягати оптимальних портфелів шляхом диверсифікації своїх інвестицій, що зменшує ризики.

Безризикова ставка є нічим іншим як необхідний рівень доходності безризикового вкладення. Сутність безризикової ставки полягає у вимірюванні доходності інвестицій з нульовим рівнем ризику та гарантованим доходом. Теоретично це дохідність самих короткострокових боргових урядових цінних паперів (казначейські облігації), але на практиці необхідно враховувати горизонт інвестування, тому у якості безризикової ставки аналітики зазвичай приймають ставку по довгостроковим державним облігаціям. Інвестиційні та аналітичні (консалтингові) компанії часто в якості безризикової ставки, що характеризує економіку країни, приймають дохідність довгострокових облігацій США (10-річні облігації) [12], що обґрунтовується тим, що для того, щоб УТМ можна було взяти в якості безризикової ставки, повинен виключатись дефолт облігацій чи відтермінування терміну їх погашення, що не властиво українським ОВДП [13].

З таким підходом важко погодитись оскільки дохідність за довгостроковими облігаціями США хоча і корегується на дефолтний спред згідно кредитного рейтингу країни, дохідність за ОВДП відображатиме більш реальну дохідність саме національного ризику, та є більш об'єктивним, оскільки враховує макроекономічні показники саме національної економіки, а не економіки з іншим (вищим) рівнем розвитку. Співвідношення доходності ОВДП, депозитів та облігацій США наведено на рис. 1.

І якщо з обранням безризикової ставки дохідності на ринку проблем майже не виникає, і за яку можна обрати дохідність за ОВДП або Український індекс ставок за депозитами фізичних осіб [17], то проблеми виникають з розрахунком виразу $S - R$ у формулі моделі САМР, який характеризує величину перевищення середньоринкової дохідності інвестицій над дохідністю інвестицій у безризикові активи, тобто розмір ринкової премії за ризик. Основною проблемою для розрахунку цього виразу є те, що в умовах воєнного стану неможливо визначити дохідність за найбільш диверсифікованим портфелем інвестицій. Це зумовлено відсутністю широкого спектру альтернативних джерел інвестування, які могли б забезпечити більшу дохідність, ніж ОВДП [19]. У результаті виникає від'ємне сальдо у розрахунках виразу $S - R$. При цьому, навіть інші види недержавних облігацій, які хоч і номінально дають на 3-4% більшу дохідність [18], але враховуючи податковий коректор, який не застосовується до ОВДП, реальна дохідність є все одно нижчою за дохідність за ОВДП.

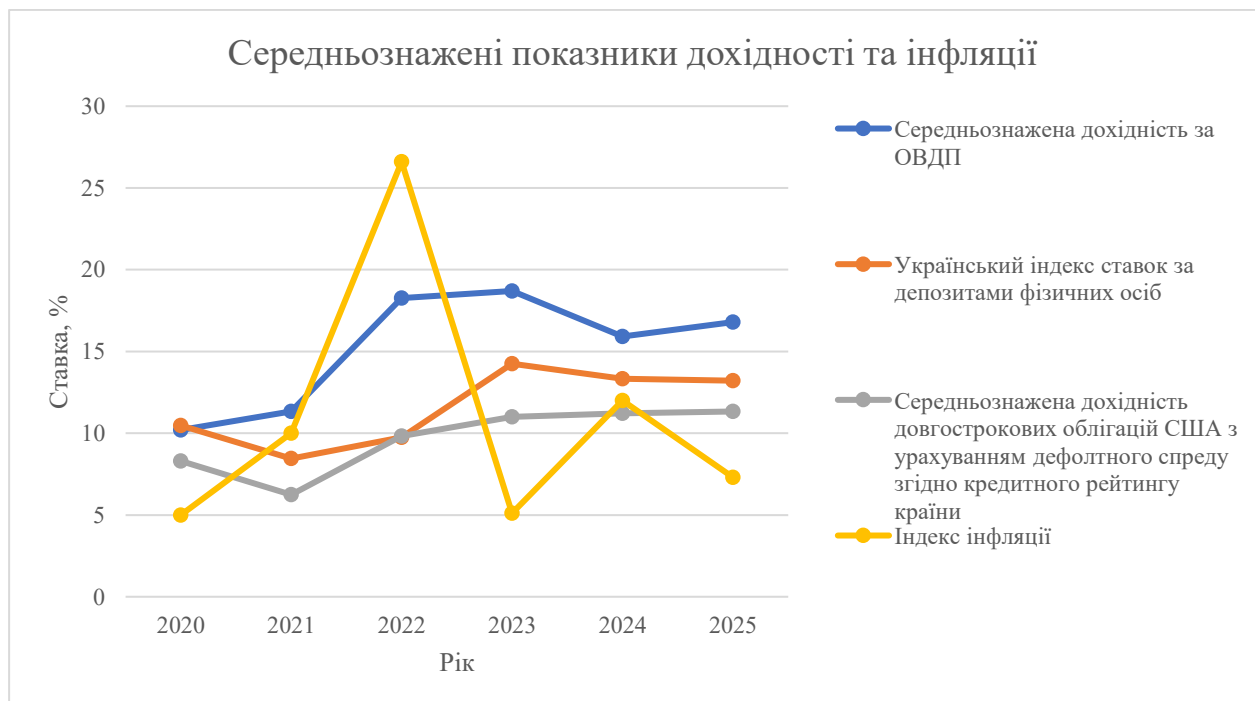


Рис. 1. Графік дохідності ОВДП, депозитів та облігацій США
Джерело: сформовано на основі [14; 15; 16]

При цьому ринкова премія за ризик коригується з урахуванням рівня ризикованості інвестицій у певний актив за допомогою коефіцієнта β , який показує, наскільки зміна дохідності цього активу залежить від коливань ринкової дохідності. Коефіцієнт β відображає коваріацію між дохідністю конкретного активу та ринку загалом. Таким чином, через β у моделі CAPM враховується рівень систематичного ризику, притаманного інвестуванню в даний актив. Коефіцієнт β є складним для розрахунку через регресійний аналіз та або через коваріацію між дохідністю конкретної акції та дохідністю ринку.

Хоча окремі науковці намагаються запропонувати розрахункові значення бета-коефіцієнту залежно від сектору, як, наприклад, 1,3 для технологічного сектору, 0,8 для фінансів, 0,5 для споживчих товарів, 1 для енергетики і 0,7 комунікації [21], актуальність цих розрахунків знижується з часом, оскільки фактори, які покладені в основу розрахунків є динамічними.

Наочно це продемонстровано Керімовим П.О. на прикладі окремих підприємств, де результат розрахунку бета-коефіцієнту суттєво відрізнявся не тільки під час розрахунку різними методами, а й у разі покладення різних часових періодів в основу розрахунку [20].

Саме в таких ситуаціях А. Дамодаран радить використовувати середньогалузевий бета-коефіцієнт, розрахований рейтинговим агентством або окремими дослідниками, із поправкою на фінансовий важіль кожного конкретного підприємства [22].

Таким чином, модель CAPM як найпростіша може бути застосована до реалій української економіки з урахування ринкової премії за ризик, яка буде розраховуватись на базі замінників фондового індексу (наприклад, індекс реального сектору, ВВП, інфляція, галузевий індекс) (Табл. 2, 3).

Кумулятивна модель визначення премії за ризик, яку також називають експертною, оскільки вона ґрунтується не на точних розрахунках параметрів, а на їх визначенні за допомогою професійного досвіду та оцінок фахівця, базується на припущенні, що інвестор очікує отримати компенсацію за весь

прийнятий ним інвестиційний ризик. Тобто з підвищенням рівня ризиковості проєкту або активу зростає і необхідна норма дохідності на власний капітал. У межах цього підходу вартість власного капіталу обчислюють шляхом додавання до безризикової ставки всіх складових ризику, притаманних конкретним інвестиціям, які на відміну від моделі САМР не розраховуються, а визначаються експертом суб'єктивно.

Таблиця 2. Адаптована модель САМР на базі замінників фондового індексу

№	Фактор	Адаптована модель САМР	Умови застосування
1.	Галузева рентабельність	$E = R + (IP - R) \beta$, де IP рентабельність галузі (англ. Industry Profitability)	$IP > R$
2.	Рентабельність реального сектору	$E = R + (SP - R) \beta$, де SP рентабельність конкретного сектору (англ. Sector Profitability)	$SP > R$
3.	Індекс інфляції	$E = R + (S - R) \beta + \Delta \Pi \beta_{ii}$, де $\Delta \Pi$ – зміна рівня інфляції за певний період, β_{ii} – коефіцієнт чутливості до інфляції	Вартість власного капіталу проциклічна, або змінюється пропорційно інфляції
4.	ВВП (макроекономічна модель ризику)	$E = R + (S - R) \beta + GDP \cdot \beta_{gdp}$, де GDP – приріст ВВП, β_{gdp} – коефіцієнт чутливості до зміни	Вартість власного капіталу проциклічна, або змінюється пропорційно ВВП

Джерело: сформовано авторами

Таблиця 3. Приклад застосування адаптованої моделі САМР з урахуванням галузевої та секторальної рентабельності

Галузь/Сектор	Безризикова ставка, %	Бета-коефіцієнт для сектору / галузі	Рентабельність сектору/галузі за попередній період, %	Премія за ризик, %	Вартість власного капіталу, %
Галузь: сільське, лісове та рибне господарство	16,8	0,98	22,7	5,9	22,58
Сектор: вирощування рису	16,8	0,98	17,6	0,8	17,58

Джерело: сформовано на основі [14; 23; 24]

Зокрема, О. Терещенко пропонує визначати вартість власного капіталу як суму 1) відсоткової ставки з мінімальним ризиком; 2) кумулятивної надбавки за специфічні ризики, які характерні для підприємства [17].

О.В. Мілінчук розраховує ціну залучення власного капіталу шляхом сумування таких складників, як: середньоринкова ставка дохідності за депозитними вкладенням (у національній валюті) на момент оцінки за даними Національного банку України; надбавка за ризик вкладень у підприємство – 4%; надбавка за галузевий ризик – 1% [25].

Варто погодитись із Давидовим О.І., що кумулятивна модель хоча і є однією з найефективніших для забезпечення достовірності оцінки вартості власного капіталу, згідно з кумулятивною моделлю, слід розробити загальноприйнятні національні рекомендації (стандарти) щодо визначення премій за окремі складники ризику, а також підвищити рівень обґрунтованості цих премій [8] (Табл. 4).

Таблиця 4. Перелік надбавок за специфічні ризики, які характерні для підприємства

№	Тип ризику, який збільшує вартість власного капіталу	Можливий розмір надбавки, %
1.	За неточність прогнозування очікуваних грошових потоків	1-3%
2.	За ризик структури капіталу	0-2%
3.	За високий рівень поточної заборгованості	0-2%
4.	За ризик помилкових рішень менеджменту, ризик погіршення ситуації підприємства на ринку факторів виробництва та збуту продукції	2-4%
5.	За специфічні галузеві ризики (0-2%)	0-2%
6.	За інфляційні ризики	залежно від прогнозних темпів інфляції
7.	За ризик вкладень у підприємство	4%
8.	За галузевий ризик	1-2,2%
9.	За ризик фінансового стану	1-5%
10.	За додатковий ризик інвестування у діяльність акціонерного товариства	0-5%
11.	За ризик, що враховує рівень зносу основних засобів, нематеріальних активів	0-6%

Джерело: сформовано автором на основі [8; 17; 25]

Серед підходів до визначення вартості власного капіталу можна виділити норму прибутковості (рентабельності) власного (акціонерного) капіталу та середньогалузеву рентабельність власного капіталу як показники, які застосовуються в межах методу прямого розрахунку вартості власного капіталу. Застосування такого методу є цілком можливим в умовах української економіки та дозволяє визначити вартість власного капіталу як альтернативну вартість, враховуючи особливості інвестування в окремих галузях економіки.

Таким чином, комбінована модель оцінювання вартості власного капіталу має включати в себе розрахунок за декількома моделями з коригуванням результату кожної моделі на рівень чутливості факторів цієї моделі, який обирається суб'єктивно залежності від мети оцінювання за допомогою професійного досвіду та оцінок фахівця. При цьому більший коефіцієнт чутливості має застосовуватись все ж до кумулятивної моделі та методу прямого розрахунку вартості власного капіталу, а менші коефіцієнти до моделі CAPM та інших.

Методологічно розрахунок за комбінованою моделлю має наступний вираз:

$$BBK = BBK_{m1} \cdot k_1 + BBK_{m2} \cdot k_2 + \dots + BBK_{mn} \cdot k_n$$

$BBK_{m1}, BBK_{m2}, \dots, BBK_{mn}$ – вартість власного капіталу розрахована, за кожною обраною фахівцем моделлю;

$$k_1, k_2, \dots, k_n \text{ – коефіцієнт вагомості, при чому } n \geq 2 \text{ та } \sum_{i=1}^n k_i = 1$$

Таким чином, оцінювання вартості власного капіталу має здійснюватися з використанням одночасного застосування декількох методів та моделей, що дозволить наблизитись до достовірного результату та нівелювати недоліки кожної моделі.

Висновки з даного дослідження і перспективи подальших розвідок.

Оцінювання вартості власного капіталу є одним із ключових завдань сучасних фінансових досліджень, оскільки цей показник визначає очікувану норму дохідності інвесторів, рівень фінансової стійкості підприємства та

ефективність управління його капітальною структурою. Власний капітал виступає основою забезпечення фінансової незалежності суб'єкта господарювання, а його вартість формує орієнтир для прийняття інвестиційних рішень, оцінювання вартості підприємства та розрахунку середньозваженої вартості капіталу (WACC). Проведене дослідження показало, що попри значну теоретичну базу з проблематики оцінювання вартості власного капіталу, універсальний метод, який би враховував особливості національного ринку, досі не сформовано.

Аналіз наявних моделей і методів продемонстрував їх різну теоретичну природу та практичну обґрунтованість. Дивідендні моделі та моделі прибутку на акцію, попри їх простоту, практично не придатні для застосування в українській економіці через нестабільну дивідендну політику підприємств, відсутність регулярних виплат та недостатню інформаційну прозорість. Модель арбітражного ціноутворення, що ґрунтується на багатофакторному аналізі ризику, має високий теоретичний потенціал, однак її практичне використання ускладнюється неможливістю ідентифікувати та кількісно виміряти релевантні макроекономічні фактори в умовах нестійкого ринкового середовища.

Вагоме місце серед інструментів визначення вартості власного капіталу займає модель оцінки капітальних активів (CAPM), яка залишається однією з найпоширеніших у світовій практиці. Проте застосування класичної моделі CAPM в українських реаліях є суттєво обмеженим через недорозвиненість фондового ринку, відсутність повноцінних ринкових індексів, значну волатильність фінансової системи та проблеми з визначенням коефіцієнта β . Неможливість коректного розрахунку ринкової премії за ризик ускладнює отримання достовірних результатів, що ставить під сумнів адекватність CAPM у її традиційній формі для умов воєнного стану та економічної турбулентності. У цьому контексті доцільним може бути адаптоване використання CAPM із залученням заміників фондових індексів

(макроекономічних і галузевих індикаторів), що дозволяє частково компенсувати недоступність ринкових даних.

З іншого боку, кумулятивна модель оцінювання премії за ризик, яка передбачає формування ставки дохідності шляхом додавання до безризикової ставки низки суб'єктивно визначених ризикових надбавок, виявляється більш гнучкою та адаптивною для української практики. Разом із тим суб'єктивність експертних оцінок знижує точність та відтворюваність результатів, що вказує на необхідність стандартизації підходів до визначення ризикових надбавок та розроблення єдиних методичних рекомендацій.

Метод прямого розрахунку вартості власного капіталу, заснований на використанні середньогалузевих показників рентабельності, також може застосовуватися в умовах української економіки, особливо для галузей із відносно сформованими мікроринками. Проте він не враховує індивідуальної структури ризиків конкретного підприємства, що обмежує точність його результатів.

Комплексний аналіз дозволяє зробити висновок, що проблема визначення вартості власного капіталу в Україні має багатовимірний характер і потребує поєднання кількох інструментів оцінки. Оскільки жодна з моделей не є безумовно коректною та універсальною в умовах інформаційної асиметрії, ринкових викривлень і нестабільності, оптимальним підходом є використання комбінованої методології, яка включає адаптовану модель CAPM, кумулятивний метод та прямий метод розрахунку. Це дозволяє нівелювати методологічні недоліки кожного окремого підходу та підвищити достовірність оцінки.

Отже, подальші дослідження у сфері визначення вартості власного капіталу в Україні мають бути спрямовані на розроблення методик, адаптованих до специфічних умов національної економіки, створення стандартів визначення ризикових премій та удосконалення інформаційної бази для розрахунку коефіцієнтів-коректорів і ринкових індикаторів. Лише за умови комплексного перегляду підходів можна забезпечити точність,

порівнянність та практичну цінність оцінки власного капіталу у вітчизняній фінансовій практиці.

Література

1. Про бухгалтерський облік та фінансову звітність в Україні: Закон України від 16.07.1999 № 996-XIV // *Відомості Верховної Ради України*. 1999. № 40. Ст. 365.
2. Національне положення (стандарт) бухгалтерського обліку 1 «Загальні вимоги до фінансової звітності»: затв. наказом Міністерства фінансів України від 07.02.2013 № 73, зареєстр. в Міністерстві юстиції України 28.02.2013 за № 336/22868 // *Офіційний вісник України*. 2013. № 19. Ст. 665.
3. Про недержавне пенсійне забезпечення: Закон України від 09.07.2003 № 1057-IV // *Відомості Верховної Ради України*. 2003. № 47. Ст. 372.
4. Бланк І.О., Ситник Г.В., Андрієць В.С. Управління фінансами підприємства: підр.. 2-ге вид., переробл. і доповн. Київ : Київ. нац. торг.-екон. ун-т, 2017. 792 с.
5. Cost of Equity
URL:<https://www.investopedia.com/terms/c/costofequity.asp>
6. Білич А.В. Теорія та практика застосування моделей визначення вартості акціонерного капіталу *Економіка АПК*. 2013. Т. 20, № 5. С. 116–124.
7. Борщук І. В. Ринкова вартість капіталу компанії та її акцій *Науковий вісник НЛТУ України*. URL:<https://financial.lnu.edu.ua/wp-content/uploads/2022/09/rynкова-vartist-kapitalu.pdf>
8. Давидов О. І. Визначення вартості власного капіталу під час оцінки вартості підприємств *Науковий вісник Міжнародного гуманітарного університету*. 2017. Вип. 23(1). С. 97–102.
9. Питома вага підприємств, які отримали збиток, у загальній кількості підприємств, за видами економічної діяльності у розрізі регіонів

(без урахування банків) *Державна служба статистики України*.
URL:<https://stat.gov.ua/uk/explorer?md5=be1309b89c8953a3ffc9bd207e36f34a>

10. Shapiro A. C. *Modern Corporate Finance*. New York: Macmillan Publishing Company, 1990. P. 128–129.

11. Коцюбинський Г. М. Основи моделювання ринкових ситуацій : навч. посіб. Вінниця: Вінниц. нац. техн. ун-т. 2012.
URL:https://web.posibnyky.vntu.edu.ua/fksa/12kocubynsky,kyslycia_osn_model_rynk_sytuac/

12. Рогульський В. М. Особливості використання моделі CAPM для розрахунку ставки дисконтування *Ефективна економіка*. 2012. № 10.
URL:<http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=1458>

13. Всеукраїнська асоціація фахівців оцінки. Стаття № 1521. 2025
URL:<https://www.afo.com.ua/uk/news/2/1521>

14. Інформація щодо розміщення облігацій внутрішніх державних позик України *Національний банк України*.
URL:http://www.bank.gov.ua/files/OVDP_mis.xlsx

15. Універсальна інформаційна база «Індекси та курси валют» *Національний банк України*. URL:<https://bank.gov.ua/files/UIRD.xls>

16. Daily Treasury Par Yield Curve Rates (2020–2025) *U.S. Department of the Treasury*. 2020–2025. URL:https://home.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/TextView?type=daily_treasury_yield_curve&field_tdr_date_value=2024

17. Терещенко О. Ставка дисконтування: проблеми розрахунку та шляхи їх вирішення *Світ фінансів*. 2006. Вип. 4. С. 144–150.

18. Проспект облігацій серії І (розміщено 02.09.2024) ТОВ «НоваПей Кредит».
URL:https://pfts.ua/images/files/Проспект_облігацій_НоваПей_Кредит_серії_І_розміщено_02-09-2024.pdf

19. Лиманський В.Ю. Облігації та депозити: реалії воєнного часу // *Формування сучасної науки: методика та практика : матеріали VII Всеукр.*

студ. наук. конф., м. Київ, 23 трав. 2025 р. Вінниця: ТОВ «УКРЛОГОС Груп», 2025. С. 95–96.

20. Керімов П.О. Оцінка ризиковості підприємств із використанням інструментарію корпоративних фінансів в Україні *Економіка і прогнозування*. 2019. № 3. С. 40–59.

21. Гулик Т.В. Сфера застосування моделі CAPM у аналізі методів оцінки ризиків *Економіка та суспільство*. 2024. № 69. URL:<https://economyandsociety.in.ua/index.php/journal/article/view/5257>

22. Damodaran A. Applied corporate finance. 4th ed. New York : John Wiley & Sons, 2014. 656 p. URL:<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/acf4E/acf4Ebook.pdf>

23. Рентабельність операційної та всієї діяльності підприємств за видами економічної діяльності за 2014–2024 роки *Державна служба статистики України*. URL:<http://www.ukrstat.gov.ua>

24. Damodaran A. Betas by Sector (US) New York : Stern School of Business, New York University, 2025. URL:https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html

25. Мілінчук О. В. Ефективність вартісно-орієнтованого управління: ключові показники *Вісник Житомирського державного технологічного університету*. Серія: Економічні науки. 2016. № 1. С. 86–96.

References

1. Verkhovna Rada Ukrainy (1999), “On accounting and financial reporting in Ukraine”, available at: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/996-14> (Accessed 25 March 2026).

2. Ministry of Finance of Ukraine (2013), “National Accounting Standard (Regulation) 1 “General requirements for financial reporting”, available at: <https://zakon.rada.gov.ua/go/z0336-13> (Accessed 25 March 2026).

3. Verkhovna Rada of Ukraine (2003), The Law of Ukraine “On the Non-State Pension Provision”, Available at: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/1057-15> (Accessed 25 March 2026).
4. Blank, I.O., Sytnyk, H.V. and Andriiets', V.S. (2017), *Upravlinnia finansamy pidpriemstva* [Enterprise financial management], Kyiv. nats. torh.-ekon. un-t, Kyiv, Ukraine.
5. investopedia (2026), “Cost of Equity”, available at: <https://www.investopedia.com/terms/c/costofequity.asp> (Accessed 25 March 2026).
6. Bilych, A.V. (2013), “Theory and practice of applying equity capital valuation models”, *Ekonomika APK*, vol. 20, no. 5, pp. 116–124.
7. Borschuk, I. V. (2022), “Market value of a company's capital and its shares”, *Naukovyj visnyk NLTU Ukrainy*, available at: <https://financial.lnu.edu.ua/wp-content/uploads/2022/09/rynkova-vartist-kapitalu.pdf> (Accessed 25 March 2026).
8. Davydov, O. I. (2017), “Determining the value of equity capital when valuing enterprises”, *Naukovyj visnyk Mizhnarodnoho humanitarnoho universytetu*, vol. 23(1), pp. 97–102.
9. State Statistics Service of Ukraine (2026), “Share of enterprises that suffered losses in the total number of enterprises, by type of economic activity, by region (excluding banks)”, available at: <https://www.ukrstat.gov.ua/https://stat.gov.ua/uk/explorer?md5=be1309b89c8953a3ffc9bd207e36f34a> (Accessed 25 March 2026).
10. Shapiro, A. C. (1990), *Modern Corporate Finance*, Macmillan Publishing Company, New York, pp. 128–129.
11. Kotsiubyns'kyj, H. M. (2012), *Osnovy modeliuвання rynkovykh sytuatsij* [Fundamentals of market situation modeling], Vinnyts. nats. tekhn. un-t., Vinnytsia, Ukraine, available at: https://web.posibnyky.vntu.edu.ua/fksa/12kocubynsky,kyslycia_osn_model_ryn_k_sytuac/ (Accessed 25 March 2026).

12. Rohul's'kyj, V. M. (2012), “Features of using the CAPM model to calculate the discount rate”, *Efektivna ekonomika*, vol. 10, available at: [:http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=1458](http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=1458) (Accessed 25 March 2026).
13. Pan-Ukrainian Association of Valuation Specialists in Ukraine (2025), available at: <https://www.afo.com.ua/uk/news/2/1521> (Accessed 25 March 2026).
14. National Bank of Ukraine (2026), “Information on the placement of bonds of domestic government loans of Ukraine”, available at: http://www.bank.gov.ua/files/OVDP_mis.xlsx (Accessed 25 March 2026).
15. National Bank of Ukraine (2026), “Universal information base "Indices and exchange rates", available at: <https://bank.gov.ua/files/UIRD.xls> (Accessed 25 March 2026).
16. U.S. Department of the Treasury (2025), “Daily Treasury Par Yield Curve Rates (2020–2025)”, available at: [:https://home.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/TextView?type=daily_treasury_yield_curve&field_tdr_date_value=2024](https://home.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/TextView?type=daily_treasury_yield_curve&field_tdr_date_value=2024) (Accessed 25 March 2026).
17. Tereschenko, O. (2006), “Discount rate: calculation problems and ways to solve them”, *Svit finansiv*, vol. 4, pp. 144–150.
18. NovaPej Kredyt (2024), “Prospectus of bonds of series I (posted 02.09.2024)”, available at: [:https://pfts.ua/images/files/Prospekt_oblihotsij_NovaPej_Kredyt_serii_I_rozmisch_eno_02-09-2024.pdf](https://pfts.ua/images/files/Prospekt_oblihotsij_NovaPej_Kredyt_serii_I_rozmisch_eno_02-09-2024.pdf) (Accessed 25 March 2026).
19. Lymans'kyj, V.Yu. (2025), “Bonds and deposits: realities of wartime”, *Formuvannia suchasnoi nauky: metodyka ta praktyka : materialy VII Vseukr. stud. nauk. konf.*, [Formation of modern science: methodology and practice: materials of the VII All-Ukrainian student scientific conference], UKRLOHOS Hrup, Vinnytsia, Ukraine, pp. 95–96.
20. Kerimov, P.O. (2019), “Enterprise Risk Assessment Using Corporate Finance Tools in Ukraine”, *Ekonomika i prohnozuvannia*, vol. 3, pp. 40–59.

21. Hulyk, T.V. (2024), “Scope of Application of the CAPM Model in the Analysis of Risk Assessment Methods”, *Ekonomika ta suspil'stvo*, vol. 69, available at: <https://economyandsociety.in.ua/index.php/journal/article/view/5257> (Accessed 25 March 2026).
22. Damodaran, A. (2014), *Applied corporate finance*, 4th ed., John Wiley & Sons, New York, USA, available at: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/acf4E/acf4Ebook.pdf> (Accessed 25 March 2026).
23. State Statistics Service of Ukraine (2026), “Profitability of operating and overall activities of enterprises by type of economic activity for 2014–2024”, available at: <http://www.ukrstat.gov.ua> (Accessed 25 March 2026).
24. Damodaran, A. (2025), *Betas by Sector (US)*, Stern School of Business, New York University, New York, USA, available at: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html (Accessed 25 March 2026).
25. Milinchuk, O. V. (2016), “Ефективність вартісно-орієнтованого управління: ключові показники”, *Visnyk Zhytomyr's'koho derzhavnoho tekhnolohichnoho universytetu. Seriia: Ekonomichni nauky*, vol. 1, pp. 86–96.

Отримано редакцією журналу / Received: 15.04.26

Прорецензовано / Revised: 21.04.26

Дата публікації / Published: 23.04.26